



엘앤에프 (066970)

단기 모멘텀 유효하나 고객사 다각화 필요

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 110,000원

현재 주가(2/5)	83,100원
상승여력	▲32.4%
시가총액	30,163억원
발행주식수	36,297천주
52 주 최고가 / 최저가	186,300 / 77,500원
90 일 일평균 거래대금	332.93억원
외국인 지분율	21.2%

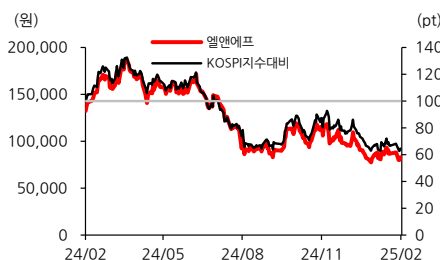
주주 구성	
새로닉스 (외 18 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.8	-28.1	-10.1	-40.0
상대수익률(KOSDAQ)	-0.9	-25.4	-12.8	-36.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024	2025E
매출액	3,887	4,644	1,907	2,362
영업이익	266	-222	-510	-60
EBITDA	297	-176	-447	12
지배주주순이익	270	-194	-377	-81
EPS	7,495	-5,361	-11,242	-2,404
순차입금	856	1,775	1,843	1,785
PER	23.1	-38.1	-13.5	-34.6
PBR	4.9	6.7	7.7	4.7
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-16.5	396.7
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a
ROE	28.3	-16.4	-41.6	-11.9

주가 추이



엘앤에프는 2 분기부터 테슬라향 NCMA95 양극재 출하가 본격화될 예정이며 대규모 재고평가손실도 사라질 것입니다. 다만, 주가 회복을 위해서는 고객사 확보를 통한 중장기 성장성 확보가 필요합니다.

4분기: 대규모 적자 지속

동사의 4분기 실적은 매출액 3,654억 원, 영업적자 1,498억 원으로 대규모 적자가 지속됐다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 4% 상승, 3% 하락한 것으로 추정된다. 500억 원의 재고평가손실과 고가의 리튬 원가 인식 및 저조한 가동률에 따른 고정비 부담으로 적자 폭이 확대됐다.

단기 테슬라 모멘텀 유효하나, 고객사 다각화 시급

동사의 1분기 실적으로 매출액 3,921억 원, 영업적자 802억 원을 전망한다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 10% 상승, 7% 하락할 것으로 예상된다. 500억 원의 재고평가손실(단, 4Q24에 반영될 가능성 존재)과 이를 제외해도 높은 원가와 저조한 가동률로 인해 300억 원의 적자가 예상된다. 2월 말부터 테슬라 New Model Y(주니퍼)향 NCMA95 제품이 출하되면 출하량은 분기별로 증가할 것이다. 고가의 리튬 매입에 따른 재고평가손실도 1Q25를 끝으로 3Q25 흑자전환을 전망한다.

다만, 중장기 고객사 확보가 핵심 과제다. 2024년 말 동사의 캐파는 17만 톤(구지 3공장 단결정 양극재 양산 기준)으로 전기차 환산 시 약 120만 대에 해당한다. 테슬라(2024년 모델 Y 판매량 122만 대, LGES 비중 25% 추정) 외 추가 고객사 확보 없이는 증설 니즈가 부재하다.

목표주가 11만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사의 2025년 판매량은 기저효과로 인해 YoY +35% 증가하나, 2023년 출하량에 못 미치는 수치다. 동사는 올해 200억 원의 CAPEX만 집행할 예정이다. 유동성 우려가 지속되고 있으나 1) 현금(4Q24 말 2,675억 원)과 2) 낮아진 CAPEX 계획, 3) 3Q25 흑자전환을 감안하면 유동성 리스크는 제한적이라 판단한다. 다만, 이는 양날의 검이다. 성장주의 높은 밸류는 고성장에서 비롯되므로, 주가 회복을 위해서는 신규 고객 확보를 통한 캐파 증설 → 실적 기대치 상향 조정의 과정이 필요하다. 한편, LFP 양극재 신규 사업이 가시화되면 27년 약 5만 톤의 캐파가 추가될 수 있으며, 이는 추가적인 업사이드 요소이다.

[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	635.7	554.8	351.6	365.4	392.1	520.9	683.4	765.3	4,644.1	1,907.5	2,361.7	3,204.8
영업이익	(203.9)	(84.2)	(72.4)	(149.8)	(80.2)	(8.1)	11.5	16.9	(222.3)	(510.2)	(59.9)	149.3
영업이익률	-32.1%	-15.2%	-20.6%	-41.0%	-20.5%	-1.6%	1.7%	2.2%	-4.8%	-26.7%	-2.5%	4.7%
양극재 출하량(톤)	14,753	15,185	9,337	9,703	10,675	14,375	19,125	21,875	77,795	48,978	66,050	95,000
QoQ/YoY	25%	3%	-39%	4%	10%	35%	33%	14%	6%	-37%	35%	44%

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	2,301
Target P/E(배)	48
주당 적정가치	109,508
목표 주가	110,000
현재 주가	83,100
상승 여력	32.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	1,907	2,362	3,205
매출총이익	351	-140	-416	82	342
영업이익	266	-222	-510	-60	149
EBITDA	297	-176	-447	12	217
순이자손익	-17	-70	-44	-71	-79
외화관련손익	24	7	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	341	-296	-525	-101	101
당기순이익	271	-195	-378	-81	83
지배주주순이익	270	-194	-377	-81	83
증가율(%)					
매출액	1,482.3	19.5	-58.9	23.8	35.7
영업이익	26,471.6	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	2,846.4	적전	적지	흑전	1,694.3
순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	-3.0	-21.8	3.5	10.7
영업이익률	6.9	-4.8	-26.7	-2.5	4.7
EBITDA 이익률	7.7	-3.8	-23.4	0.5	6.8
세전이익률	8.8	-6.4	-27.5	-4.3	3.1
순이익률	7.0	-4.2	-19.8	-3.4	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-864	-375	94	87	81
당기순이익	271	-195	-378	-81	83
자산상각비	31	46	63	72	68
운전자본증감	-1,199	-24	522	96	-70
매출채권 감소(증가)	-572	370	220	-251	-60
재고자산 감소(증가)	-967	64	360	115	-142
매입채무 증가(감소)	428	-448	-32	237	137
투자현금흐름	-82	-561	-203	-29	-30
유형자산처분(취득)	-287	-482	-215	-20	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	207	-14	15	0	0
재무현금흐름	795	1,050	192	0	0
차입금의 증가(감소)	552	1,053	195	0	0
자본의 증가(감소)	248	7	2	0	0
배당금의 지급	0	-17	0	0	0
총현금흐름	350	-180	-401	-9	151
(-)운전자본증감(감소)	1,074	78	-524	-96	70
(-)설비투자	287	482	215	20	20
(+)자산매각	-1	-4	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-1,013	-744	-94	66	59
(-)기타투자	126	7	3	7	8
잉여현금	-1,138	-751	-97	58	51
NOPLAT	212	-161	-370	-43	124
(+) Dep	31	46	63	72	68
(-)운전자본투자	1,074	78	-524	-96	70
(-)Capex	287	482	215	20	20
OpFCF	-1,118	-675	2	104	101

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,303	1,969	1,478	1,677	1,936
현금성자산	122	259	337	395	447
매출채권	801	426	208	459	519
재고자산	1,228	1,163	804	689	831
비유동자산	721	1,382	1,591	1,548	1,510
투자자산	4	250	313	320	328
유형자산	710	1,120	1,266	1,214	1,166
무형자산	8	12	12	14	16
자산총계	3,024	3,351	3,069	3,225	3,446
유동부채	1,288	1,747	1,785	2,022	2,159
매입채무	644	201	146	383	519
유동성이자부채	535	1,543	1,627	1,627	1,627
비유동부채	451	494	554	554	554
비유동이자부채	443	491	553	553	553
부채총계	1,739	2,241	2,340	2,577	2,714
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	702	702	702
이익잉여금	572	358	-19	-100	-17
자본조정	25	17	17	17	17
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,285	1,110	729	648	732

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	7,495	-5,361	-11,242	-2,404	2,488
BPS	35,530	30,268	19,765	17,542	19,843
DPS	500	0	0	0	0
CFPS	9,724	-4,968	-11,051	-236	4,171
ROA(%)	11.9	-6.1	-11.8	-2.6	2.5
ROE(%)	28.3	-16.4	-41.6	-11.9	12.3
ROIC(%)	14.4	-6.6	-14.2	-1.8	5.3
Multiples(x, %)					
PER	23.1	-38.1	-13.5	-34.6	33.4
PBR	4.9	6.7	7.7	4.7	4.2
PSR	1.6	1.6	2.9	1.3	0.9
PCR	17.8	-41.1	-13.8	-351.8	19.9
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-16.5	396.7	21.9
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.3	201.9	320.9	397.3	370.7
Net debt/Equity	66.6	159.9	252.7	275.2	236.8
Net debt/EBITDA	287.7	-1,009.8	-412.3	14,747.7	798.2
유동비율	178.8	112.7	82.8	82.9	89.6
이자보상배율(배)	12.5	n/a	n/a	n/a	1.8
자산구조(%)					
투하자본	94.4	84.4	79.0	76.3	75.1
현금+투자자산	5.6	15.6	21.0	23.7	24.9
자본구조(%)					
차입금	43.2	64.7	74.9	77.1	74.9
자기자본	56.8	35.3	25.1	22.9	25.1

[Compliance Notice]

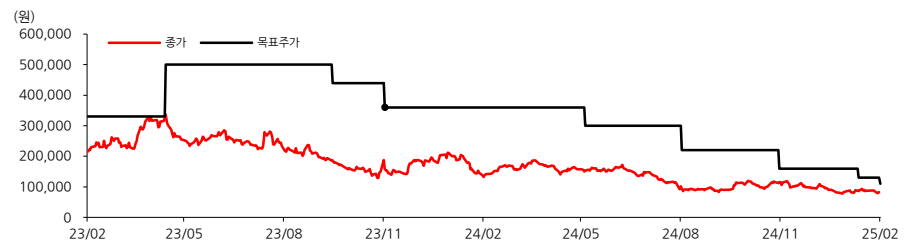
(공표일: 2025년 02월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.02.14	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04	2023.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일시	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	440,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일시	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	300,000	300,000	300,000	300,000	220,000
일시	2024.10.25	2024.11.05	2025.01.17	2025.01.24	2025.02.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	220,000	160,000	130,000	130,000	110,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.19	Buy	500,000	-51.46	-32.60
2023.09.20	Buy	440,000	-64.05	-57.34
2023.11.07	Buy	360,000	-53.35	-41.25
2024.05.10	Buy	300,000	-52.69	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000	-54.84	-45.73
2024.11.05	Buy	160,000	-39.02	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000	-33.68	-28.23
2025.02.06	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일:2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%